



5 月 FOMC 会议点评

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

联系人：王超特

zhangchi1@gjqz.com.cn

wangchaote@gjqz.com.cn

美联储难以兼顾“双重目标”：“滞胀风险”凸显

当地时间 5 月 7 日，美联储宣布将联邦基金目标利率区间维持在 4.25%-4.50%，这是自 2024 年 9 月本轮降息周期开启以来的连续第三次“暂停”。2024 年 9 月至 12 月，美联储连续三次会议分别降息 50/25/25bps，累计幅度达 100bps。

美联储降息自由度继续受限，“滞胀”风险进一步凸显

美联储 2025 年 5 月会议将联邦基金目标利率区间维持在 4.25%-4.50%，符合市场预期，这也是本轮降息周期开启后的连续第三次“暂停”。或是考虑到在 3 月议息会议后公布的大超预期的“对等关税”，此次会议声明在 3 月的基础上，进一步强调了在特朗普极高的政策不确定性背景下，对美国经济“滞胀”风险的担忧，值得关注的声明变动如下：1) 将 3 月份声明中新增的“经济前景不确定性增加”的表述强化为“进一步增加”(increased further)；2) 新增“认为高失业和高通胀的风险都有所上升”的表述，换言之，美联储认为实现双重目标的难度均有所加大。

美联储反复强调“政策不确定性”，因此难以给出清晰的利率路径指引，短期内重启降息周期的门槛或较高，美国经济“滞胀”风险进一步凸显。值得关注的要点如下，1) 关税政策：鲍威尔宣称迄今为止宣布的关税上调幅度明显高于预期，承认出于对关税政策的担忧，已经导致家庭和企业部门有关经济前景的调查数据显著恶化，如果已宣布的关税大幅上调持续下去，可能会导致通胀上升、经济增长放缓和失业率上升；2) 通胀前景：美联储对关税如何影响通胀的态度发生了明显转变，一改 3 月发布会上“暂时性影响”(transitory)的措辞，一方面指出消费者、企业 and 专业预测人士都将近期通胀调查数据的显著上升归因为关税驱动，另一方面认为关税对通胀的影响既可能是“一次性的”(one-time shift)，也可能是“更持久的”(persistent)，这取决于关税的规模范围、向价格完全转嫁的时间及能否保持长期通胀预期的稳定；3) 货币政策指引：鲍威尔反复以“不确定性”为由，声称在看到更多的数据之前，难以给出清晰的利率路径指引，同时表明当下的利率处于一个良好的位置，使得美联储能够更加耐心等待。综合会议声明与发布会要点，我们倾向于认为，当下美联储处于一个“被动而难以先发制人”的状态，短期内重启降息周期的门槛或进一步提高，“胀”的风险仍然是主要掣肘。鲍威尔在发布会上提及了 2019 年“预防式降息”实现软着陆的场景，认为彼时更低的通胀和明确的经济疲软迹象为美联储“先发制人”创造了良好的条件，而当下的通胀水平明显不达标。我们维持观点，美国通胀上行风险和增长下行风险或将远胜于上一轮贸易摩擦期间，“滞胀”风险严重升温，主要基于：①更广的关税加征范围和更大的加征幅度；②贸易伙伴的“报复性”关税；③美联储降息周期受到通胀水平的“掣肘”；④美国财政扩张受到“利息占比高企”掣肘；⑤高关税壁垒下的全球贸易活动收缩。此外，我们也强调，美国经济衰退趋势不会因“关税”改变；美国高通胀背后存在 2020 年 QE 后本土居民资产负债表“泡沫”影响，而关税 2.0 只会加剧上述风险压力。因此，未来美联储能否开启降息周期将较大程度取决于“通胀”压力，倘若关税冲击影响明显加大，甚至可能开启“先加息，后降息”模式，意味着真正的降息周期仍需等待美国通胀回落，届时，美国居民资产负债表“泡沫”可能已经戳破。

配置建议

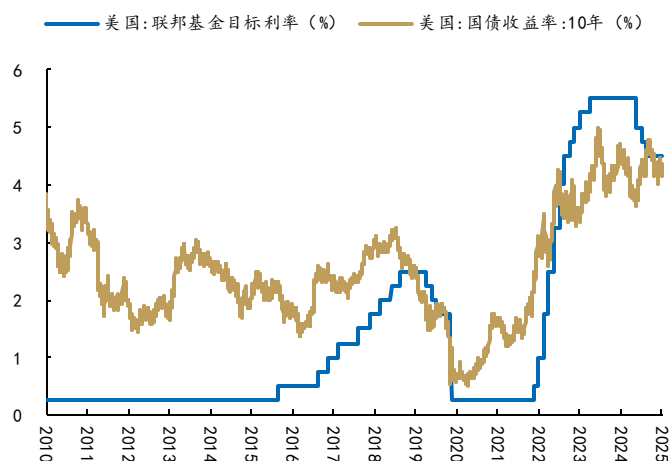
(一) 黄金：静待美国“硬着陆”，金价将继续创历史新高，无论美国“硬着陆”或“滞胀”均利好黄金，未来驱动力包括美联储降息周期的重新推进、美元趋势性贬值、各国央行购金支撑、美元流动性外溢后的“二次拉动”等，具体参考报告《2025 年黄金股：底部布局，一飞冲天》；(二) 医药（尤其创新药）：美联储降息周期下，A 股、港股创新药均存在上涨机会且具备超额收益，行业基本面上，短看毛利率改善及 IRR 回升，中长期看营收改善，参考报告《2025 年港股创新药：从主题到景气，不可错失的主线》；(三) 美股：调整是趋势性而非暂时性的，经济下行风险增加分子端盈利增长前景担忧，科技巨头资本开支预期边际放缓也导致业绩不确定性放大，估值水平需要修正；(四) 美债：年内只有静待通胀回落方可形成趋势性配置机会，在此之前甚至可能因为利息偿还风险存在利率迅速冲高的可能性。

风险提示

美国通胀二次反弹风险，令美联储加息力度再次超预期。

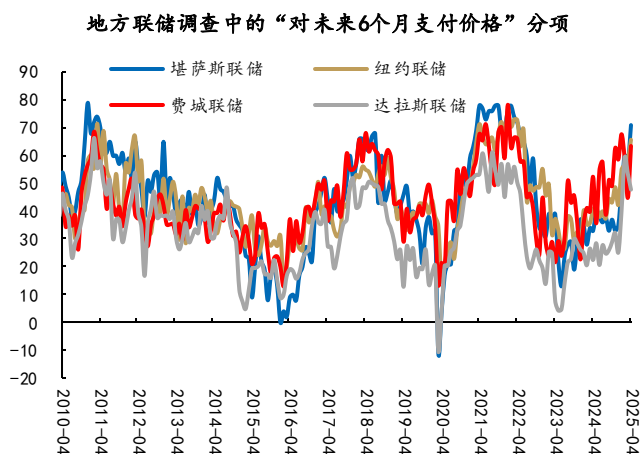


图表1: 9月至今, 美联储累计下调政策利率 100bps



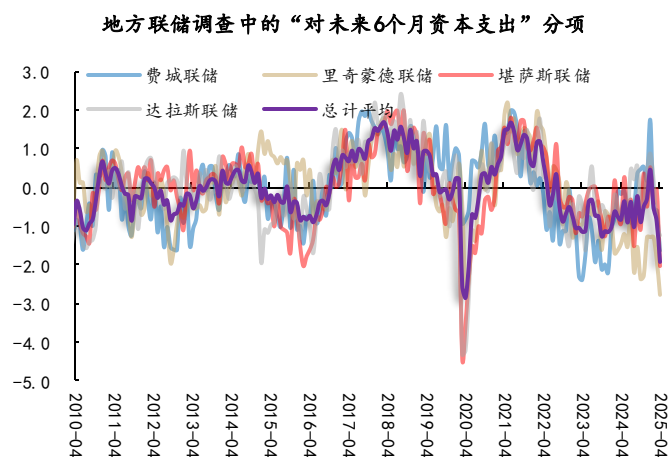
来源: Wind, 国金证券研究所

图表2: 除居民部门外, 企业部门的通胀预期也继续上行



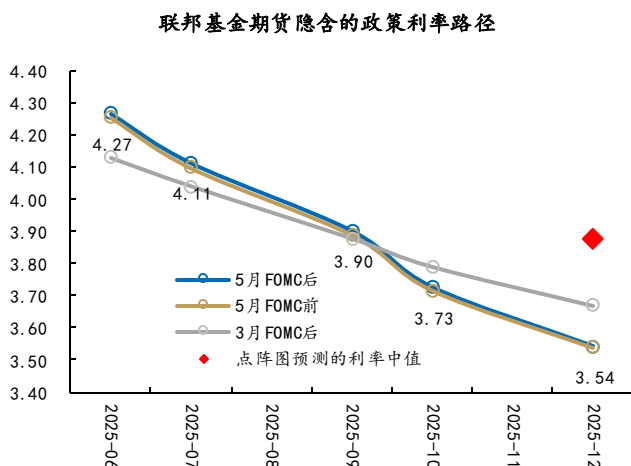
来源: Wind, 国金证券研究所

图表3: 企业部门的资本开支预期继续收缩



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 市场仍然定价了更宽松的政策利率路径



来源: Wind, 国金证券研究所



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究